

2018年3月7日

欧州の主要国の格付けと格付け機関による見直し時期とその見直し

国		S&P	Moody's	Fitch
ドイツ	格付	AAA(安定的)	Aaa(安定的)	AAA(安定的)
	見直し時期(前回)	2018/4/27(2016/7 安定的維持)	2018/7/13(2014/3 安定的に引上)	2018/8/3(2012/8 安定的維持)
フランス	格付	AA(安定的)	Aa2(安定的)	AA(安定的)
	見直し時期(前回)	2018/4/6(2016/10 安定的に引上)	2018/5/4(2015/9 Aa2 に格上)	2018/7/20(2014/12 AA に格下)
イタリア	格付	BBB(安定的)	Baa2(ネガティブ)	BBB(安定的)
	見直し時期(前回)	2018/4/27(2017/10 BBB に格上)	2018/3/16(2016/12 ネガティブに引下)	2018/3/16(2017/4 BBB に格下)
スペイン	格付	BBB+(ポジティブ)	Baa2(安定的)	A-(安定的)
	見直し時期(前回)	2018/3/23(2017/4 ポジティブに引上)	2018/4/13(2016/2 安定的に引下)	2018/7/13(2018/1 A-に格上)
ポルトガル	格付	BBB-(安定的)	Ba1(ポジティブ)	BBB(安定的)
	見直し時期(前回)	2018/3/16(2017/9 BBB-に引上)	2018/4/20(2014/7 Ba1 に引上)	2018/6/1(2017/12 BBB に2段階引上)
キプロス	格付	BB+(ポジティブ)	Ba3(ポジティブ)	BB(ポジティブ)
	見直し時期(前回)	2018/3/16(2017/9 BB+格上)	2018/7/18(2017/7 Ba3 に格上)	2018/4/20(2017/10 BB に格上)
ギリシャ	格付	B(ポジティブ)	B3(ポジティブ)	B(ポジティブ)
	見直し時期(前回)	2018/7/20(2018/1 B に格上)	2018/5/30(2018/2 B3 に2段階格上)	2018/8/10(2018/2 B に格上)

格付機関の資料より当社作成

【格付機関の格付けの傾向】

S&P と Fitch は、国の経済成長性を重視し格付けを付与する傾向がある。一方、Moody's は、財政基盤を重視する傾向がある。

これらの国で、格付け変更の可能性があるのは、イタリア、スペイン、ポルトガルの 3 か国である。それぞれの国に関して、経済及び財政状況と格付機関等の見解を簡単にまとめることとする。

#### 【イタリア】

IMF の 4 条協議の国別サーベランス<sup>1</sup>によると、イタリアは、経済成長の過程にあるものの、経済成長率は 1.3%程度とまだ低い水準。一方、財政収支は、プライマリーバランスで、対 GDP 比前年の 1.36%から 2017 年で 1.45%と改善傾向にあるものの、まだ、財政収支自体は、2017 年で GDP 比-2.33%となっている(なお、イタリアは、EU の財政規律を維持する協定である「安定成長協定」の「過剰財政赤字手続き」<sup>2</sup>から 2013 年 5 月に脱却している。)。Moody's による直近のレポートでは、選挙の結果、財政赤字の拡大の可能性を懸念している。イタリアの場合、選挙結果を受け、従来の財政政策(財政均衡を目指す)の維持が確認できれば、次々回以降(2018/9/7)にネガティブから安定的への見通しの変更の可能性のあるものと思われる。逆に、ポピュリズムの台頭により、財政が緩むようであれば、格下げという展開も予想される。この点、政権の動きを注視する必要がある。

#### 【スペイン】

IMF の 4 条協議の国別サーベランス<sup>3</sup>によると、スペインは、強力な経済拡大と雇用創造の継続が 4 年目にはいっており、GDP は、ユーロ圏の平均を十分上回る成長を維持し、危機前の水準をしのぐものとなる模様。経済構造も危機時の建設セクターを中心とした構造からサービスセクターを中心とした構造へ変化し、輸出を重視した構造へ変わり、実質 GDP は、2017 年で 3.1%となる模様とのこと。一方、財政収支は、対 GDP 比で 2016 年の-4.54%から-3.18%へと改善がみられるものの、プライマリーバランスでは、対 GDP 比-0.66%という水準となっている(スペインは、2009 年以降現在まで、「過剰財政赤字手続き」に入っており、財政収支の赤字が拡大する懸念は小さい。)。S&P の 2017 年 9 月のレポート

---

<sup>1</sup> <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/06/12/ms061217-italy-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>

<sup>2</sup> 財政赤字が GDP 比 3%以上であり、政府債務残高が、GDP 比 60%を超える国が財政赤字を改善することを求められ、貴族的な報告とともに、違反した場合、罰金が科せられる手続き

<sup>3</sup> <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/07/17/ms071817-spain-imf-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>

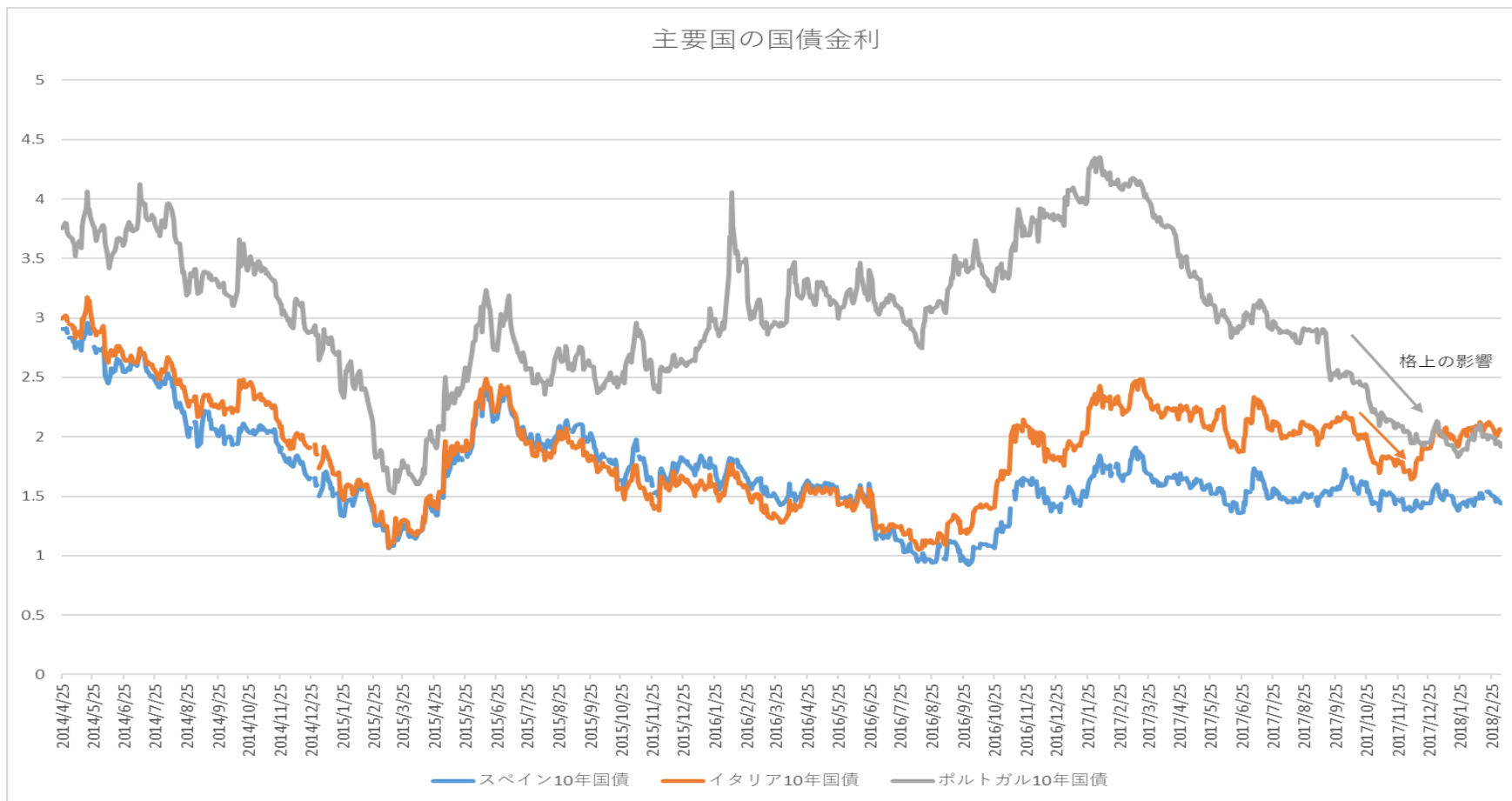
では、スペインの経済成長を高く評価する一方、カタルーニャと中央政府の対立の継続を課題としている。カタルーニャの状況次第では、次回以降の見直し時に、S&P の格付けが A-になる可能性はあるものと思われる。

#### 【ポルトガル】

IMF の 4 条協議の国別サーベランス<sup>4</sup>によれば、2017 年 6 月に、「過剰財政赤字手続き」を脱出し、財政基盤も盤石となり、金融システムも著しい改善を示し、安定している。また経済面では、観光が主力であるものの、輸出も伸びており、国内消費も著しく改善している。実質 GDP は、2017 年で 2.5% であり、経済における著しい改善が認められるとされているとされている（財政収支は、2017 年で対 GDP 比 -1.46% と前年の -2.01% から改善。プライマリーバランスは、2017 年で対 GDP 比 2.36% となっている。）。2017 年 12 月の Fitch の格上げ時のレポートでは、「過去の構造的財政措置と最近の景気循環による回復、金融状況の大幅好転が相まって、政府債務を改善させている」と説明している。また、Moody's の 2016 年 9 月のレポートでは、「銀行部門の資本が不十分である限り国債格付けにリスクとなる」との見方を示していたが、IMF のレポートによれば、この懸念が後退しているものといえる。このことから、Moody's の次回見直し時点で、Baa3 への格上げの可能性も見込まれる。

---

<sup>4</sup> <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/14/pr17349-imf-executive-board-concludes-2017-article-iv-consultation-with-portugal>



Bloomberg から当社作成

※現状、格付けのより良いイタリア国債の金利が、格付けの低いポルトガル国債の金利を上回る状況にあり、裁定取引の機会となっている

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うことになります。

本書は、金融商品（有価証券を含みますが、これに限られません）の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2017年6月12日付けで国際通貨基金(IMF)が発出した Mission Concluding Statement〔Italy: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission〕及び2017年7月18日付けで国際通貨基金(IMF)が発出した Mission Concluding Statement〔Spain: IMF Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission〕の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号  
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11  
加入協会 日本証券業協会  
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター  
資本金 5億円  
主な事業 金融商品取引業  
設立年月 昭和24年7月  
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。